

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

王丰 宏观研究助理  
联系电话: +86 18838912658  
邮箱: wangfeng@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 疫情严重拖累制造业修复进程

2022年3月31日

- **3月受疫情冲击，制造业 PMI 指数反季节性大幅下滑。**我们统计过去 10 年的月度 PMI 值，3 月份较 2 月份制造业景气度皆出现回升，然而 2022 年 3 月制造业景气度却出现了明显下滑，较 2 月份下降 0.7 个百分点。产需两端同步走低，经济动能（领先 GDP）跌落至负数-0.1。原本我们预判 GDP 增速可能在一季度出现年内高点，当下受到疫情冲击，可能致使 GDP 增速的高点后移。企业家经营活动预期指数也呈现整体下滑，由 2 月的乐观暂时转为悲观。
- **（一）供需方面：**生产指数和新订单指数分别为 49.5%和 48.8%，比上月下降 0.9 和 1.9 个百分点，其中新订单指数（总需求）大幅下滑，更多可能受新出口订单指数（出口）收窄拖累。新订单指数与新出口订单指数的差值衡量的内需，较 2 月仅仅小幅收窄 0.1 个百分点。国家“稳增长”等政策支持，一定程度上对冲了疫情对于内需的负面冲击。**（二）价格方面：**地缘性政治冲突持续存在，导致以油价为主的大宗商品价格上涨，原材料和产成品的价格指数，分别录得 66.1%和 56.7%，高于上月 6.1 和 2.6 个百分点，两者差值扩大到 9.4 个百分点，至近 5 个月高点。**（三）库存方面：**产成品库存指数扩张，原材料库存指数收窄。可能与原材料价格上涨相关，企业主要在已有的原材料基础上进行生产，将原材料库存转化为产成品库存。产成品库存累积，也可能与新订单（需求）大幅放缓相关。**（四）进出口方面：**新出口订单明显减少，进口订单指数受原材料价格抬升明显收窄。
- **3 月建筑业景气度较前月扩张，但幅度明显不如往年同期水平；服务业受疫情拖累大幅下滑。**二者分项中，除去价格指标呈现扩张，其余指标皆呈现收缩，说明整体修复状况不甚理想。建筑业景气指数为 58.1%，较 2 月上升 0.5 个百分点，但仍然远远低于过去 10 年同期平均 6 个百分点的环比扩张水平。建筑业原材料和产成品价格扩张，但是新订单和业务活动预期指数较 2 月收缩明显。3 月服务业 PMI 指数分项，依旧延续 2 月份的态势，除去原材料和产成品价格指数较前月有上升外，其余分项指数皆呈现回落，且回落幅度加深。小型企业受国家政策支持，3 月景气度明显扩张，但仍然处于收缩区间，其中新订单指数扩张较为明显。
- **风险因素：**国内病毒疫情超预期，国内支持政策不及预期。

## 目录

一、供给需求双双受限，经济动能跌至负数.....	3
1.1 3月制造业 PMI 指数，反季节性降低，生产和需求皆受疫情拖累.....	3
1.2 原材料和产成品价格指数的差值扩张至高点.....	5
1.3 企业产成品库存有所累积.....	7
1.4 需求方面：新出口订单指数大幅收窄，内需仅小幅收缩.....	7
1.5 小型企业本月景气度明显回升.....	8
二、建筑业持续扩张，但不及往年，服务业受疫情冲击严重.....	9
风险因素.....	10

## 图目录

图 1：2022 年 3 月 PMI 指数反季节性大幅下滑.....	3
图 2：2022 年 3 月经济动能跌至负数.....	4
图 3：2022 年 3 月制造业 PMI 指数分解.....	4
图 4：2022 年 3 月生产指数和新订单指数双双回落.....	4
图 5：截至 3 月我国部分区域新冠确诊病例累计值.....	5
图 6：2022 年 3 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数的差值继续攀升.....	5
图 7：原油、钢铁和矿产类大宗商品价格增幅持续攀升.....	6
图 8：美国原油库存在 3 月份继续处于下滑的状态.....	6
图 9：原油价格处于高位震荡的状态.....	6
图 10：2022 年 3 月产成品库存指数和原材料库存指数的差值扩大.....	7
图 11：2022 年 3 月新订单和新出口订单指数的差值（内需）变动不大.....	7
图 12：2022 年 3 月小型企业经营景气度抬升.....	8
图 13：2022 年 3 月大型企业和小型企业的景气度差距收窄.....	8
图 14：2022 年 3 月 PMI 非制造业业务活动指数.....	9
图 15：2022 年 3 月 PMI 制造业、建筑业和服务业的业务活动预期皆有所下滑.....	9

## 一、供给需求双双受限，经济动能跌至负数

### 1.1 3月制造业 PMI 指数，反季节性降低，生产和需求皆受疫情拖累

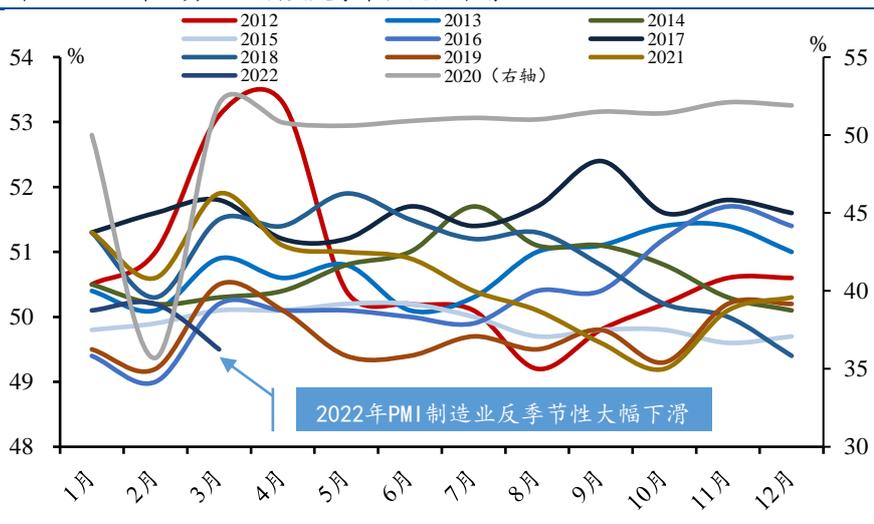
3月受疫情影响，制造业 PMI 指数反季节性大幅下滑。供需两端同步走低，经济动能（领先 GDP）跌落至负数-0.1。3月份制造业 PMI 为 49.5%，较前值降低 0.7 个百分点，往年 3 月份 PMI 指数皆较 2 月有所回升，但是今年由于疫情的再次爆发，拖累了 3 月整体制造业景气度。生产指数和新订单指数分别为 49.5% 和 48.8%，比 2 月下降 0.9 和 1.9 个百分点。其中新订单指数（总需求）大幅收窄，可能与新出口订单指数（出口）大幅收窄有关，两者的差值衡量的内需（新订单指数-新出口订单指数）变动不大，跟 2 月比仅仅是小幅收窄 0.1 个百分点，国家“稳增长”等一系列的支持政策，一定程度上对冲了疫情对于内需的冲击。

经济动能指数（领先于 GDP）跌落至负数，疫情冲击可能致使 GDP 增速的高点后移。同时，企业家经营活动预期，也受到疫情拖累而整体下滑，由 2 月的乐观暂时转为悲观。新订单指数和产成品库存指数的差值衡量的经济动能，对于 GDP 的整体走势呈现出领先作用。3 月受到疫情反复的影响，生产活动放缓，需求走弱，经济动能明显下滑，较 2 月份收窄了 3.5 个百分点，经济动能对 GDP 呈现领先作用，意味着整体 GDP 的高点可能向后移动。我们曾判断 1-2 月份经济恢复的势头较好，GDP 增速在一季度可能出现年内高点，但当下受疫情拖累，高点可能后移。原本一季度 GDP 可能呈现高点的原因：第一，基数效应，在一定程度上对经济数据的高增长形成支撑。第二，在稳增长政策下，支持性政策靠前发力，一季度的 GDP 增速可能呈现年内高点。但是当下考虑到疫情反复冲击和修复仍需时间，2022 年一季度和二季度 GDP 增速都可能会受到负面影响，而导致年内 GDP 增速的高点向后推迟。

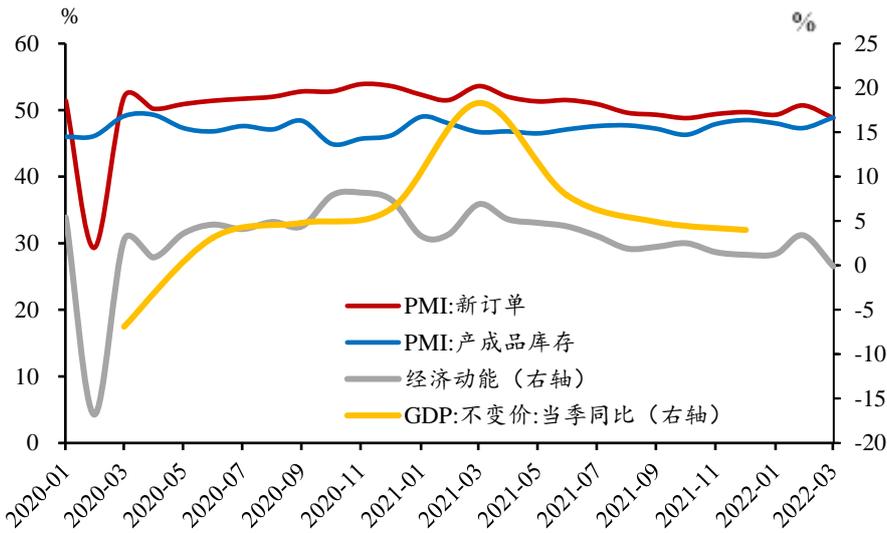
就业景气度和供应商交货时间指数，3 月皆都有所放缓。3 月从业人员指数较 2 月放缓，录得 48.6%，下降 0.6 个百分点，就业景气度也出现下滑。供应商配送时间指数为 46.5%，比上月下降 1.7 个百分点，表明制造业原材料供应商交货时间继续放慢。

受本轮疫情（2 月 4 日至 3 月 30 日）影响主要的城市是吉林市和上海市。截止到 3 月 30 日，吉林市累计确诊 29066 例，上海市累计确诊 6075 例。其他一线城市均受到不同程度的影响。本轮疫情虽不及第一轮高点，但确诊数目明显超过此前几轮。

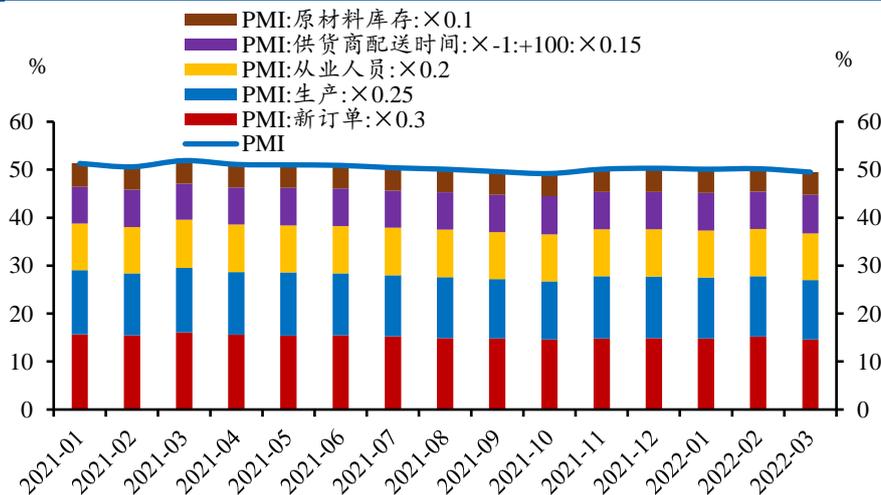
图 1：2022 年 3 月 PMI 指数反季节性大幅下滑



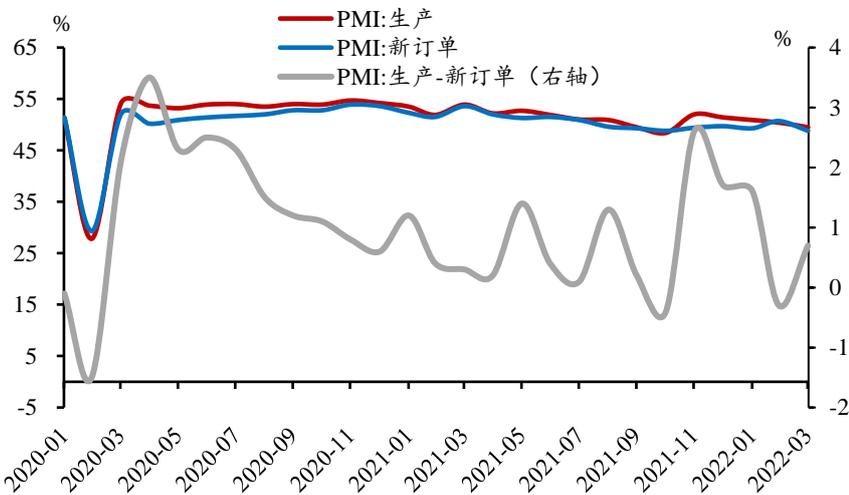
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 2：2022 年 3 月经济动能跌至负数**


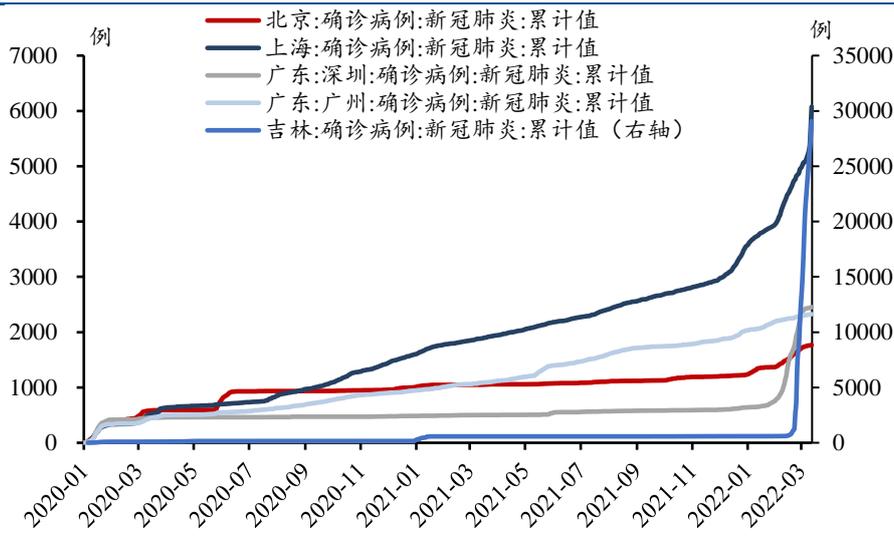
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 3：2022 年 3 月制造业 PMI 指数分解**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 4：2022 年 3 月生产指数和新订单指数双双回落**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

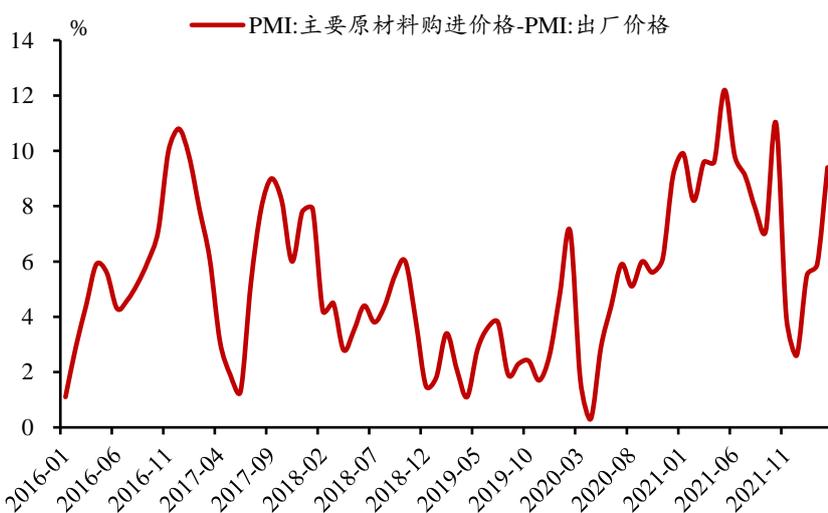
**图 5：截至 3 月我国部分区域新冠确诊病例累计值**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

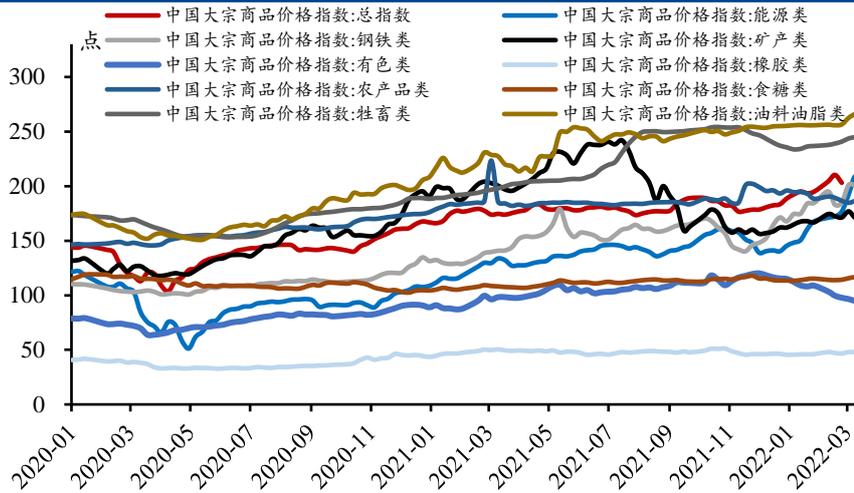
## 1.2 原材料和产成品价格指数的差值扩张至高点

国际大宗商品价格高涨传导至国内，对国内原材料价格和实体经济造成影响。一方面受到俄罗斯乌克兰政治冲突，原油供给持续短缺，3 月份美国原油库存的供给延续了 2 月份的下滑趋势，原油为首的大宗商品价格维持了 2 月份的上漲态势，支撑整体原材料和产成品价格指数继续攀升；另一方面，疫情和冲突导致的生产运输不通畅，也导致了供给短缺的持续。3 月原材料和产成品的价格指数，分别录得 66.1% 和 56.7%，高于上月 6.1 和 2.6 个百分点，两者差值扩大到 9.4 个百分点，扩张至近 5 个月高点。从行业情况看，石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等上游行业主要原材料购进价格指数和出厂价格指数均超过 70.0%，给中下游行业带来较大成本压力。

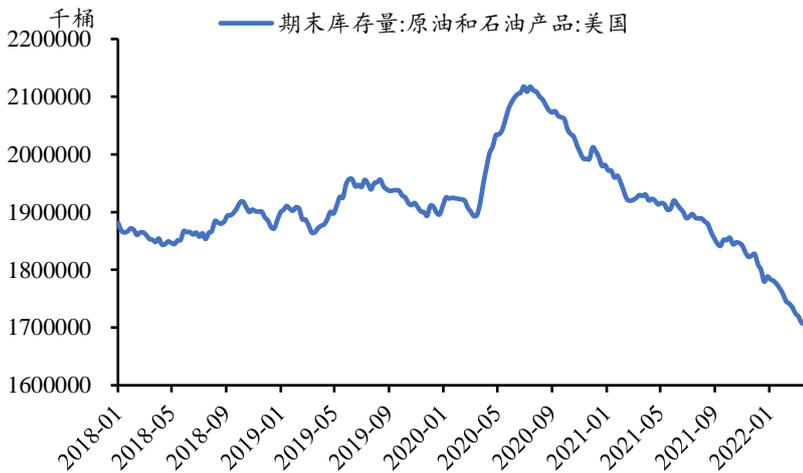
美国通胀持续抬升，一方面在分母端对美国股市等资产价格造成了较大的负面影响，影响美国居民的资产和消费，波及经济增长；另一方面，美国若大幅抬升利率抑制通胀，也可能造成企业融资端成本抬升，对投资扩张形成遏制，进而减缓美国经济增速。当下油价整体仍处于高位震荡的状态。

**图 6：2022 年 3 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数的差值继续攀升**


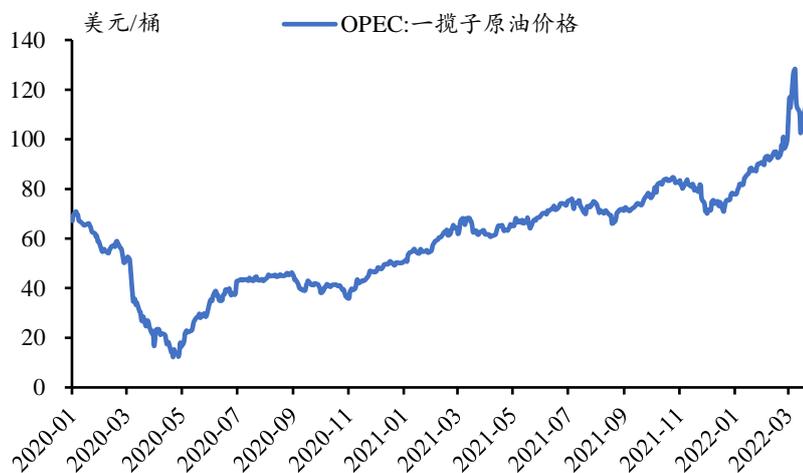
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 7：原油、钢铁和矿产类大宗商品价格增幅持续攀升**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 8：美国原油库存在 3 月份继续处于下滑的状态**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

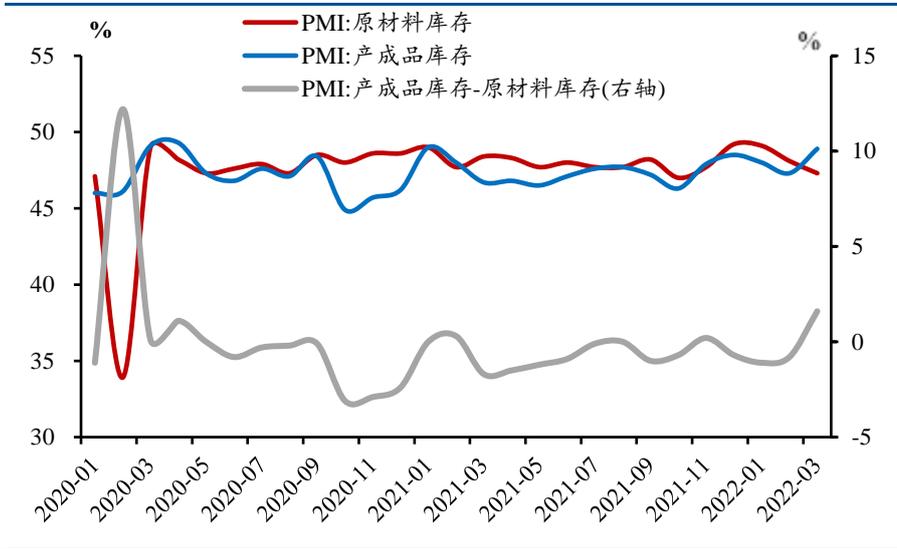
**图 9：原油价格处于高位震荡的状态**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

### 1.3 企业产成品库存有所累积

3月产成品库存指数扩张，原材料库存指数收窄。有以下几方面因素：第一，原材料库存降低，可能与原材料价格上涨相关，企业主要在已有的原材料基础上进行生产，将原材料库存转化为产成品库存。第二，产成品库存指数扩张，可能是新订单（需求和消费）大幅放缓导致了产成品库存累积。3月原材料库存指数录得47.3%，较2月下降0.8个百分点，产成品库存指数录得48.9%，较2月上升了1.6个百分点，两者的差值较2月扩张了2.4个百分点。

图 10：2022 年 3 月产成品库存指数和原材料库存指数的差值扩大

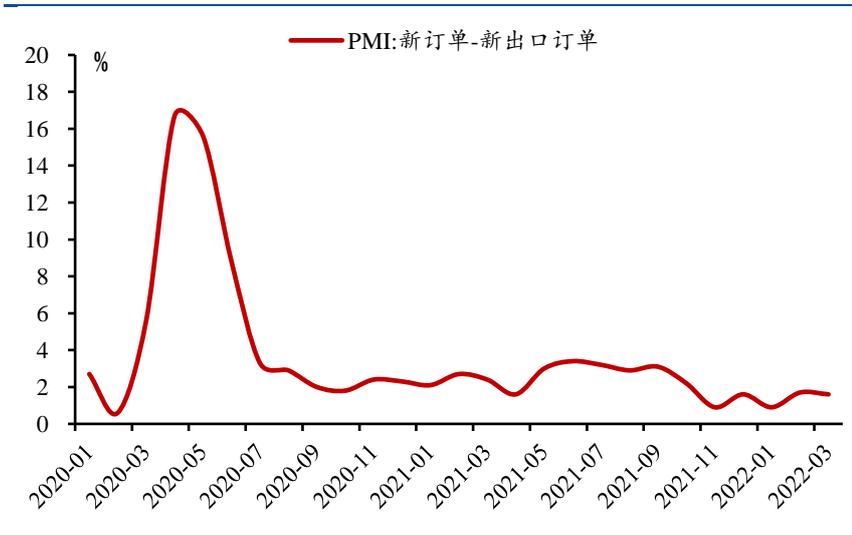


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

### 1.4 需求方面：新出口订单指数大幅收窄，内需仅小幅收缩

3月份新订单指数（总需求）大幅收窄，可能受新出口订单指数（出口）下滑拖累，新订单指数-新出口订单指数的差值衡量的内需变动不大，跟2月比仅仅是小幅降低0.1个百分点，国家“稳增长”等一系列支持政策，一定程度上对冲了疫情对于内需的冲击。如果没有稳增长政策对于消费、投资和地产等等各方面的大力支持，可能内需会比原计划出现更大幅度的下滑。我国3月新出口订单指数较上月大幅收窄1.8个百分点，新订单指数较2月份放缓1.9个百分点，两者的差值相较2月份变动不大。

图 11：2022 年 3 月新订单和新出口订单指数的差值（内需）变动不大

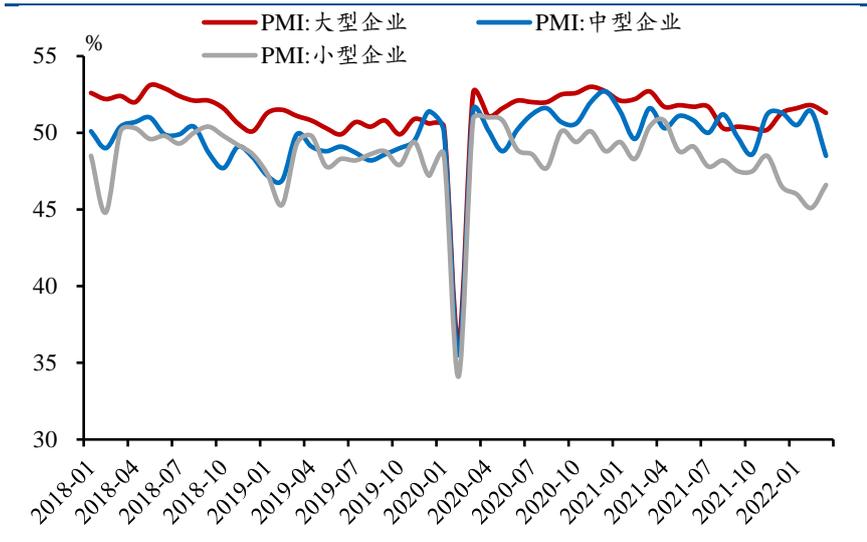


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

## 1.5 小型企业本月景气度明显回升

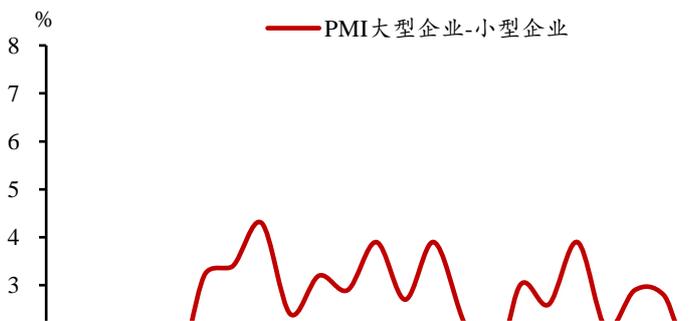
在国家出台的小型企业支持政策下，3月小型企业的经营景气度有了明显改善（分项中，小型企业新订单指数扩张较为明显，较2月增长了2.3个百分点，需求明显转好），但仍然低于50%临界值，大型企业和小型企业的景气指数差值收窄。3月大型企业PMI为51.3%，比上月下降0.5个百分点，高于临界点；中型企业PMI为48.5%，比上月下降2.9个百分点，低于临界点；小型企业PMI为46.6%，比上月上升1.5个百分点，虽然小型企业的景气度上升，但是仍然处于收缩区间。我国央行倚重结构性工具，发挥货币政策“精准滴灌”和“直达实体”的作用，精准支持实体经济尤其是小型企业的发展；此外，国家为支持中小企业转型，出台了针对企业减税降费、降低融资成本等一系列政策，帮助中小企业纾困解难；精准扶持创新型企业，发展智能数字化和绿色化的转型，为高新技术企业减轻负担。整体小型企业景气度出现了明显改善。

图 12：2022 年 3 月小型企业经营景气度抬升



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 13：2022 年 3 月大型企业和小型企业的景气度差距收窄



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_39912](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39912)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>